

Г. Н. Гаврилко

ФИНАНСОВЫЕ ИННОВАЦИИ И КОЛЕБАНИЯ ДЕЛОВОЙ АКТИВНОСТИ

Анализ влияния финансовых инноваций на макроэкономическую нестабильность показывает, что его характер меняется с течением времени как эндогенно, так и под действием внешних факторов. Необходимо научиться использовать преимущества новых финансовых продуктов, технологий и бизнес-процессов, одновременно отслеживая и купируя возникающие в связи с ними риски. Без решения этой сложной научной и практической задачи мировой экономике грозят новые глубокие потрясения.

Impact analysis of financial innovations on macroeconomic instability shows that its character varies in the course of time not only endogenously but also under the influence of external factors. It is necessary to learn to take advantage of new financial products, technologies and business processes, simultaneously monitoring and stopping the risks arising out of them. Without solving this complex scientific and practical problem, the world economy is sure to face new enormous shocks.

Ключевые слова: финансы, финансовые инновации, деловая активность, макроэкономическая нестабильность, поведение инвесторов.

Keywords: finance and financial innovation, business activity, macroeconomic instability, investor behavior.

Взаимосвязь финансов и колебаний деловой активности исследовалась многими экономистами, но особый интерес к ней стал проявляться в XX в. Первые комплексные финансовые теории экономической нестабильности были предложены Р. Хоутри и Ф. Хайеком.

Значительный вклад в исследование циклических колебаний внес Й. Шумпетер, который в своих работах уделял внимание финансовой составляющей нестабильности, причем значительное место отводилось анализу инновационной функции предпринимателей как в реальном, так и в финансовом бизнесе.

Развитие монетаризма в XX в. дало новый импульс выявлению значимости финансовых факторов циклических колебаний. Исключительно про-

Гаврилко Галина Николаевна – доцент кафедры международных экономических отношений факультета международных отношений БГУ, кандидат экономических наук, доцент.

дуктивны в этом отношении и труды посткейнсианцев, которые также подтверждают наличие связи финансов и колебаний деловой активности. Исследования были продолжены современными экономистами (Ф. Мишкин, Б. Бернанке, Дж. Стиглиц, И. Стрелец, М. Столбов и др.).

Однако, несмотря на такое внимание к взаимосвязи финансов и макроэкономической нестабильности, тема далеко не исчерпана для научных исследований. В частности, это относится к финансовым инновациям, имеющим дестабилизирующее значение в современной экономике.

В экономической литературе детонаторами глобального экономического кризиса 2008–2009 гг. чаще всего считаются коллапс рынка субстандартной ипотеки (субстандартная ипотека – *англ. Subprime mortgage*, тип ипотеки, которая обычно выдается заемщикам с низким кредитным рейтингом. – *Прим. автора*) в США и обвал на рынке кредитно-дефолтных свопов. В качестве виновников упоминаются и другие долговые инструменты, которые принято называть финансовыми инновациями.

Особенности возникновения и тиражирования финансовых инноваций существенным образом влияют на величину порогов устойчивости к экономической нестабильности, ее амплитуду и степень связанных с ней потерь в общественном благосостоянии. Анализ взаимосвязи финансовых инноваций и колебаний деловой конъюнктуры занимает заметное место в современных эмпирических исследованиях экономических циклов. Весьма важно, что эта исследовательская программа в значительной мере наследует шумпетерианскую традицию изучения инноваций и деловых циклов (Исходные положения теории инноваций были сформулированы Н. Д. Кондратьевым, который увязал волны изобретений и инноваций с переходом к новому циклу. Эти идеи были восприняты и развиты Йозефом Шумпетером. Они легли в основу его теории инноваций в двухтомной монографии *BUSINESS CYCLES. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, опубликованной в 1939 году).

Прежде чем перейти к обобщению и осмыслению имеющихся эмпирических данных по финансовым инновациям, следует уточнить само это понятие. С выработкой исчерпывающего и непротиворечивого определения данного понятия имеются сложности. Под финансовой инновацией предлагается понимать появление новых финансовых продуктов (услуг), технологий или организационных форм бизнеса, позволяющих снизить издержки и/или риски экономических агентов. Такое широкое определение базируется на популярной обзорной работе С. Фрейма и Л. Уайта. Несмотря на достаточно общий характер, оно представляется более адекватным, чем узкое понимание финансовой инновации как внедрения новых типов ценных бумаг [1, p. 118].

До глобального кризиса 2008–2009 гг. среди теоретиков и практиков господствовала точка зрения, согласно которой появление финансовых ин-

новаций помогает нивелировать экономическую нестабильность за счет лучшего распределения рисков. Наряду с внедрением все более эффективных методов управления товарно-материальными запасами, повышением качества денежно-кредитной политики и возросшим уровнем внешнеторговой открытости, финансовые инновации относили к определяющим факторам снижения волатильности темпов экономического роста.

Ситуация кардинально изменилась уже осенью 2007 г., когда реальные масштабы разворачивавшегося глобального финансово-экономического кризиса еще не были очевидны. Коллапс сегмента американской ипотеки качества вызвал вал критики в адрес финансовых инноваций в США и других странах.

Дальнейший ход событий окончательно вынудил исследователей пересмотреть прежнюю позицию. Это не означает, что роль финансовых инноваций стала оцениваться исключительно негативно, но, по крайней мере, начало утверждаться мнение, что различные инновационные финансовые продукты, технологии и бизнес-процессы не тождественны по тому уровню дополнительного риска, который возлагается на инвесторов. По мере использования все более сложных финансовых инноваций распределение риска становится менее прозрачным, а бдительность тех, кто покупает новые долговые бумаги, т. е. инвесторов, имеет тенденцию к снижению [2, с. 144–147].

Учитывая это, представляется оправданным ставить влияние финансовых инноваций на экономическую нестабильность и деловые циклы в зависимость от сочетания типов внедренных инноваций, классифицированных по степени риска, наличию или отсутствию положительного воздействия на функционирование компаний реального сектора и т. п. Состав смеси применяемых финансовых инноваций будет либо подталкивать экономику к нестабильному состоянию, либо замедлять этот переход.

Представитель эволюционного направления в экономической науке К. Перес предложила свой вариант классификации финансовых инноваций (табл. 1).

Таблица 1

Классификация финансовых инноваций (по К. Перес)

Тип финансовой инновации	Примеры
А. Инструменты для помощи реальным инновационным видам деятельности	Банковские ссуды, венчурный капитал, акционерный капитал
В. Инструменты, обеспечивающие корпоративный рост или расширение	Облигации

Тип финансовой инновации	Примеры
С. Модернизация самих финансовых инструментов	Телеграфный перевод, личные текущие счета, банкоматы, интернет-банкинг
D. Извлечение прибыли и увеличение инвестирования и рисков	Паевые инвестиционные фонды, CDs, облигации, IPOs, «бросовые облигации», деривативы, хеджевые фонды
E. Инструменты по рефинансированию облигаций или мобилизации активов	Облигации «Брейди», свопы, приобретения, слияния, поглощения, фьючерсы
F. Сомнительные инновации	Зарубежные арбитражные операции, «налоговые гавани», забалансовые операции, производные инструменты «высоких порядков» (оторванные от базисных активов)

И с т о ч н и к. Perez, Carlota. Technological Revolutions and Financial Capital: the Dynamics of Bubbles and Golden Ages. Northampton (MA).

Классификация построена в порядке убывания отдачи от финансовых инноваций: наиболее продуктивными для роста реального сектора считаются типы А и В (де-факто уже давно не являющиеся инновациями), тогда как типы Е и F, по мнению К. Перес, не приносят видимой пользы с точки зрения реального сектора, усугубляют экономическую нестабильность и вообще являются «общественно нежелательными» [3, р. 41].

Помимо констатации динамического характера взаимосвязи между финансовыми инновациями и экономической нестабильностью, важно проанализировать факторы, влияющие на скорость эволюции финансовых инноваций. Иными словами, необходимо представлять, за счет чего ускоряется или замедляется их вырождение в токсичные инструменты.

Возможный перечень факторов широк, но приоритетное значение имеют всего *два*: характер конкуренции между финансовыми инноваторами и особенности формирования спроса на финансовые инновации.

Для анализа *первого фактора* используем понятие рынка финансовых инноваций, конкуренция на котором ведется среди субъектов предложения новых финансовых инструментов, технологий и бизнес-процессов.

1970-е гг. стали периодом динамичного открытия новых финансовых продуктов, технологий и бизнес-процессов. Соответственно, понадобилось какое-то время, чтобы в результате конкуренции выдвинулись наиболее адаптивные, удобные для инвесторов инновации. Этот период длился до конца 1990-х. Его отличительными чертами стали многочисленные локальные усо-

вершенствования уже существовавших финансовых инструментов и практически полное отсутствие патентования этих улучшающих инноваций.

К концу 1990-х, однако, скорость внедрения улучшающих финансовых инноваций заметно упала, и характер конкуренции между ними стал иным. Если в предшествующий период его, вероятно, справедливо оценивать как аналог монополистической конкуренции, то теперь он стал напоминать олигополистическое взаимодействие, в котором важную роль играют входные барьеры.

Повышение входных барьеров, нашедшее свое выражение в стремлении инноваторов максимально долго сохранять монопольный статус на использование своих нововведений, на наш взгляд, радикально изменило распределение общественного благосостояния в пользу агентов, осуществляющих инновации (финансовых компаний и инвестиционных банков). Рынок финансовых инноваций превратился в рынок продавца. Эмпирические исследования, посвященные анализу рынка финансовых инноваций, предоставляют недвусмысленные сведения, подтверждающие это предположение.

Во-первых, количество патентов на финансовые инновации положительно коррелировано с размером компаний. Эта взаимосвязь прослеживается как в США, так и в странах ЕС [4, р. 4]. При этом крупнейшими правообладателями являются не только компании финансового сектора, но и ТНК, профильный бизнес которых не связан с финансами (в основном это компании, представляющие информационно-коммуникационный сектор).

Во-вторых, показательна статистика судебных тяжб по поводу патентов на финансовые инновации: в США соответствующие разбирательства имеют место в 27 раз чаще, чем в случае других патентов [5, р. 19].

Изучение *второго фактора* предполагает рассмотрение поведенческих аспектов принятия решений инвесторами. Основное предпочтение инвесторов в отношении финансовых инноваций, как правило, сводится к обеспечению гарантированного потока платежей. В формальных моделях данную поведенческую установку принято называть «абсолютным неприятием риска».

Ориентируясь на практически безрисковый поток платежей, инвесторы проявляют все большую склонность пренебрегать рисками, реализация которых представляется им маловероятной. Это связано с тем, что в своих прогнозах инвесторы учитывают не все возможные состояния экономики. Как показывают многочисленные эмпирические исследования, для инвесторов более свойственно «локальное мышление» [6]. Подобная избирательность ведет к недооценке рисков и, соответственно, избыточной эмис-

сии новых финансовых инструментов вопреки традиционной теории рациональных ожиданий агентов рыночной экономики.

Приведенные теоретические схемы превращения финансовых инноваций в фактор экономической нестабильности – как со стороны предложения, так и спроса – учитывают только эндогенный характер этого процесса. Разумеется, следует учитывать причины, внешние по отношению к рынку финансовых инноваций и специфике формирования спроса на нем.

Назовем два основных экзогенных фактора-ошибки в регулировании финансовых инноваций и уровня развития экономики страны.

О проблемах регулирования финансовых инноваций уже немало написано и сказано. Фактически это самостоятельная исследовательская программа на стыке финансов, экономической теории и права. Поэтому в контексте данной статьи мы ограничимся лишь упоминанием об этом чрезвычайно важном комплексе проблем.

Более интересными с точки зрения поставленных нами вопросов представляются результаты недавнего исследования Т. Хирано, согласно которому взаимосвязь финансовых инноваций и экономической нестабильности имеет нелинейный характер. Полученные в результате обобщения данные по разным странам мира свидетельствуют о том, что попытки внедрения новых инструментов, технологий и бизнес-процессов существенным образом не влияют на макроэкономическую волатильность в государствах с относительно низкими доходами на душу населения, значительно увеличивают амплитуду колебаний в условиях среднеразвитых экономик и ведут к сглаживанию волатильности в развитых странах [7].

Такая на первый взгляд парадоксальная ситуация обусловлена тем, что финансовые инновации генерируют два противоположных по своему характеру и последствиям эффекта.

Эффект баланса усиливает амплитуду экономических колебаний, действуя по аналогии с моделью финансового акселератора. Финансовые инновации в рамках этого эффекта увеличивают левередж, который обуславливает рост премии за использование внешнего финансирования.

Второй эффект абсорбирует возникшие шоки. Его механизм предполагает наличие в экономике инвестиционных проектов, неоднородных по уровню отдачи на вложенный капитал. Их реализация будет зависеть от величины реальной процентной ставки.

Под давлением эффекта баланса процентная ставка возрастает, но это одновременно исключает возможность осуществления низодоходных проектов, перераспределяя финансовые ресурсы в пользу наиболее эффективных предпринимателей. Эффект абсорбирования шоков перевешивает эффект баланса в модели Т. Хирано в двух полярных случаях – наименее развитых государств (величина левереджа крайне незначительна, фирмы и

домохозяйства полагаются на собственные средства) и, напротив, наиболее развитых экономик.

Итак, анализ влияния финансовых инноваций на макроэкономическую нестабильность показывает, что его характер меняется с течением времени как эндогенно, так и под действием внешних факторов. Этот вывод подразумевает повышенные требования к мерам по регулированию таких инноваций. В то же время неоднородность взаимосвязи между финансовыми инновациями и экономической нестабильностью подрывает аргументы тех, кто в принципе отрицательно относится к таким инновациям.

По мнению ученых [8], необходимо научиться использовать преимущества новых финансовых продуктов, технологий и бизнес-процессов, одновременно отслеживая и купирюя возникающие в связи с ними риски. Разработка и применение финансовых инноваций, не подрывающих экономическую стабильность, – сложная научная и практическая задача. Однако ее решение является крайне необходимым. Без этого мировой экономике грозят новые глубокие потрясения.

Библиографические ссылки

1. *Frame S., White L.* Empirical Studies of Financial Innovation: Lots of Talk, Little Actin? // *J. of Economic Literature*. – 2004. – Vol. 42. – P. 118.
2. *Мазукабзова Б.* Роль кредитно-дефолтных свопов в мировом кризисе // *Вопр. экономики*. – 2009. – № 7. – С. 144–147.
3. *Perez C.* Technological Revolutions and Financial Capital: the Dynamics of Bubbles and Golden Ages. – Northampton, 2002. – P. 41.
4. *Hall B., Thoma G., Torrisi S.* Financial Patenting in Europe // *NBER Working Paper* № 14714. – 2009. – February. – P. 4.
5. *Lerner J.* The Litigation of Financial Innovation // *NBER Working Paper* № 14324. – 2008. – September. – P. 19.
6. *Gennaioli N., Shleifer A.* What Comes to Mind // *Quarterly J. of Economics*. – 2010. – November.
7. *Hirano T.* Financial Innovation and Volatility // *Mimeo*. – 2009. – April.
8. *Стерлец И., Столбов М.* Роль финансовых инноваций в распространении экономической нестабильности // *Мировая экономика и междунар. отношения*. – 2011. – № 6. – С. 56–64.

Поступила в редакцию 12.08.2013.

Рецензенты: *Б. В. Фрицин* – доцент кафедры логистики и ценообразования БГЭУ, кандидат экономических наук, доцент;

Е. Э. Васильева – заместитель декана экономического факультета БГУ, кандидат экономических наук, доцент.